

## 营收稳健增长，离型膜放量在即

### 核心观点

- **营收稳健增长，利润短期承压。**公司 24 年营收突破 18 亿元，同比增长 16%，归母净利润 2.0 亿元，同比下滑 21%。公司纸质载带等电子级封装材料以及离型膜、流延膜等薄膜材料收入持续增长，利润短期承压主要由于下半年以来公司为加快中高端离型膜的送样测试及放量进度，加大了新产品研发试制投入，研发相关投入同比增加。单四季度来看，Q4 单季度营收 4.8 亿元，同比增长 7%，Q4 归母净利润 0.25 亿元，同比下降近 7 成，其中 Q4 毛利率短期承压，主要由于相对低毛利率的离型膜业务仍处放量初期，投料成本高的影响。预计后续伴随离型膜业务营收放量，规模效应的体现以及公司中高端产品突破有望推动盈利能力回暖。
- **MLCC 离型膜持续突破，有望逐步贡献利润。**24 年公司电子级薄膜材料收入 1.8 亿元，同比增长 35%，公司 MLCC 离型膜顺利进入韩日系大客户的批量供货导入阶段，25 年有望进一步放量，其中韩系客户海外基地也通过了产品认证测试，特别是日韩客户使用公司自制基膜的离型膜进入批量导入期，标志着公司在日韩客户的中高端 MLCC 应用领域逐步开始实现国产替代。产能方面，公司广东肇庆基地离型膜一期项目两条线陆续投产，天津生产基地项目顺利进入项目主体施工阶段，投产后将实现贴近客户供货，有望大幅提升公司在韩系客户的份额。PET 基膜方面，BOPET 膜二期项目设备完成安装并开始单机调试工作，预计 2025 年二季度开始试生产，项目建成投产后年产能将增加一倍以上。
- **内生外延并重，拓展新能源电池正负极材料。**公司 24 年以 3,000 万元收购柔震科技 56.8% 股权，其产品包括复合铝箔（PET 铝箔）、复合铜箔（PET 铜箔）以及涂碳复合铝箔三类核心产品。该类产品在有效减薄集流体厚度下可大幅度减少集流体之间短路带来的起火爆炸现象，有效提高电池安全性能。目前公司已与国内外头部电池企业及终端客户开展深度合作，且是部分锂电池客户复合铝箔的唯一批量供应商，未来扩产后营收规模有望显著提升。

### 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 0.69/0.91/1.23 元（原 25 年预测为 1.17 元，主要下调收入及毛利率预测，上调研发费用率预测），根据可比公司 25 年 30 倍 PE 估值水平，对应目标价为 20.70 元，维持给予买入评级。

### 风险提示

- 下游需求复苏不及预期、客户拓展不及预期、国产化率不及预期。

### 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,572	1,817	2,268	2,743	3,301
同比增长(%)	20.8%	15.6%	24.8%	21.0%	20.3%
营业利润(百万元)	286	216	332	435	591
同比增长(%)	60.9%	-24.5%	53.5%	31.2%	35.9%
归属母公司净利润(百万元)	256	202	298	392	532
同比增长(%)	54.1%	-20.9%	47.6%	31.2%	35.9%
每股收益(元)	0.59	0.47	0.69	0.91	1.23
毛利率(%)	35.8%	34.2%	34.5%	34.7%	35.8%
净利率(%)	16.3%	11.1%	13.2%	14.3%	16.1%
净资产收益率(%)	8.9%	6.8%	9.5%	11.1%	13.3%
市盈率	28.3	35.7	24.2	18.4	13.6
市净率	2.4	2.5	2.2	1.9	1.7

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

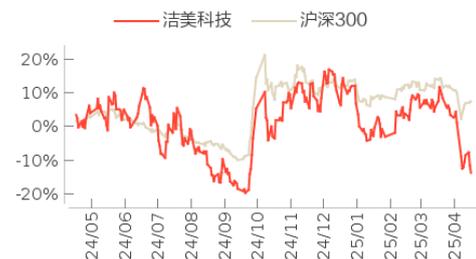
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级 买入（维持）

股价（2025年04月16日）	16.76 元
目标价格	20.70 元
52 周最高价/最低价	23.19/15.36 元
总股本/流通 A 股（万股）	43,091/40,559
A 股市值（百万元）	7,222
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025 年 04 月 16 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.87	-18.44	-11.23	-13.78
相对表现%	-4.2	-12.61	-10.5	-21.23
沪深 300%	2.33	-5.83	-0.73	7.45



### 证券分析师

韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080004
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524110001

### 联系人

朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn
----	--------------------------

### 相关报告

四季度景气延续，24 年周期与成长共舞	2024-01-19
复苏与成长共振，载带龙头开启第二增长曲线	2023-08-25

## 盈利预测与投资建议

我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 0.69/0.91/1.23 元（原 25 年预测为 1.17 元，主要下调收入及毛利率预测，上调研发费用率预测），根据可比公司 25 年 30 倍 PE 估值水平，对应目标价为 20.70 元，维持给予买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2025/4/16	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
国瓷材料	300285	16.75	0.57	0.70	0.87	1.05	29.34	24.04	19.36	15.92
三环集团	300408	35.43	0.82	1.14	1.44	1.71	42.95	31.08	24.64	20.69
松井股份	688157	39.46	0.73	0.80	1.41	1.99	54.36	49.33	27.97	19.83
博迁新材	605376	32.38	-0.12	0.41	0.88	1.11	-262.19	79.73	36.68	29.15
晶瑞电材	300655	7.73	0.01	0.02	0.09	0.16	552.14	342.04	89.57	49.65
	最大值						552.14	342.04	89.57	49.65
	最小值						(262.19)	24.04	19.36	15.92
	平均数						83.32	105.24	39.64	27.05
	调整后平均						42.22	53.38	29.76	23.22

数据来源：Wind、东方证券研究所

## 风险提示

下游需求复苏不及预期、客户拓展不及预期、国产化率不及预期。



## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。